

评级：买入(维持)
市场价格：
分析师：陈宁玉
执业证书编号：S0740517020004
电话：021-20315728
Email：chenny@r.qlzq.com.cn
分析师：易景明
执业证书编号：S0740518050003
电话：021-20315728
Email：yijm@r.qlzq.com.cn
研究助理：周铃雅
Email：zhouly@r.qlzq.com.cn

相关报告

- 1 毛利率大幅提升，交换机与桌面云快速增长
- 2 三季度预告超预期，云计算+安全驱动业务增长
- 3 盈利能力提升，交换机与瘦终端共享云市场红利

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,705.14	9,131.57	9,801.18	12,334.05	15,504.34
增长率 yoy%	35.47%	18.51%	7.33%	25.84%	25.70%
净利润	472.30	581.30	723.88	916.18	1,184.64
增长率 yoy%	47.85%	23.08%	24.53%	26.57%	29.30%
每股收益(元)	0.81	1.00	1.24	1.57	2.03
净资产收益率	18.67%	19.43%	18.86%	19.70%	20.78%
P/E	44.14	35.86	28.80	22.75	17.60
PEG	2.2	1.5	1.2	1.1	1.2
P/B	6.5	5.7	4.9	4.1	3.4

备注：

投资要点

- **事件概要：**中国移动发布了 2019-2020 年高端路由器和高端交换机集中采购（标包二、标包三、标包五、标包六）中标候选人公示，华为、中兴、华三、锐捷等入围，其中星网锐捷在高端三层交换机的两个标包中标份额分别为 70% 和 30%。
- **中标中移动路由交换机集采，运营商高端市场取得突破。**本次集采产品为高端路由器、BRAS 和高端三层交换机，预估采购规模高端路由器 7425 台、BRAS 设备 107 台 U 面、26 套 C 面、高端交换机 4662 台，预计本次采购需求满足期为一年。此次中标四家供应商均为国内厂商，市场对锐捷在运营商招标的预期较低，此前公司在电信交换机市场中低端为主，这次公司在中移动高端交换机市场取得了突破。具体看中高端交换机只有锐捷和华为入围，锐捷在高端交换机 1 档（标包五）投标价 20060 万（数量为 1667 台），份额为 70%，高端交换机 2 档（标包六）投标价 19123 万元（数量为 2995 台），份额为 30%，合计金额 1.98 亿元，与华为份额相当，反映了公司产品竞争力和研发实力的提升。我们预计公司在交换机和云终端市场会持续有超预期的拓展。
- **国内领先的政企网络解决方案提供商，数据中心交换机获得云计算互联网公司规模应用。**子公司锐捷网络企业级网络产品线齐全，涵盖交换机、路由器、网关、防火墙、无线全产业链，与思科、华为、华三等品牌形成不同细分行业的差异化竞争，研发实力和品牌影响力逐步提升。公司加大研发投入，数据中心交换机、云课堂产品线取得较快的增长。数据中心交换机在阿里巴巴、腾讯、今日头条和美团等互联网企业得到规模应用，同时积极拓展海外业务。在海外设立了马来西亚全资子公司、土耳其全资子公司，设立全资日本子公司。据计世资讯数据，锐捷网络的云课堂在中国虚拟化计算机教室解决方案市场中份额为 75.7%，连续三年以绝对优势位列竞争厂商第一名。IDC 报告显示，锐捷网络的以太网交换机在中国市场以 8.4% 的份额排名第四。未来国内有望诞生出对标美国 Arista 网络的企业，锐捷网络作为国内二线交换机龙头，将迎来新的成长机遇。
- **升腾资讯瘦客户机和桌面云国内第一，再论瘦客机的价值。**戴尔为什么花 10 亿美元收购 Wyse？我们认为最重要的有两点：首先，戴尔认识到瘦客户机与 PC 市场规则不同，专利和渠道投入需要投入大量的时间和精力；其次，IT 架构集中化时代，瘦客户机对传统 PC 替代效应趋势显现。IDC 报告显示，2018 年升腾瘦客户机以 48.6% 份额位列中国第一，智能终端全面入围工、农、中、建、交、邮储六大商业银行。我们认为瘦客户机将成为云计算时代重要的 PC 终端形式，其安全性、低功耗、灵活部署、集中管理的优势逐步凸显，在金融、政府、教育、医疗领域有广泛应用空间，窗口单位已经开始用瘦客户机取代台式机。我们预计未来三年瘦客户机在企业级终端市场的渗透率有望从目前的 8% 左右提升至 15-20%。升腾云桌面推出采用龙芯、兆芯、华为鲲鹏等国产化芯片的安全可控的国产化云桌面解决方案，来满足客户需求，多次中标入围中央国家机关信息类采购项目，在安可市场大有可为。
- **投资建议：**星网锐捷是国内企业网市场排前三的 ICT 综合服务商，交换机和云终端业务均处于国内领先地位，数据中心交换机在云计算厂商得到规模应用，桌面云与华为等战略合作开启高速增长。公司加大研发投入向云计算相关业务发力，将持续受益于自主可控、5G 网络云化和云计算市场的发展。我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 7.24 亿、9.16 亿和 11.85 亿，EPS 分别为 1.24 元/1.57 元/2.03 元，对应 2020 年 PE=22.75X，维持“买入”投资评级。
- **风险提示：**云计算相关业务发展不及预期的风险；市场竞争加剧的风险

图表 1: 星网锐捷盈利预测 (百万)

利润表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,705.1	9,131.6	9,801.2	12,334.1	15,504.3	成长性					
减: 营业成本	4,744.4	6,157.2	6,075.8	7,917.9	9,894.2	营业收入增长率	35.5%	18.5%	7.3%	25.8%	25.7%
营业税费	63.8	60.1	64.7	81.4	102.3	营业利润增长率	92.7%	17.7%	22.7%	26.7%	29.5%
销售费用	1,266.7	1,219.8	1,313.4	1,517.1	1,907.0	净利润增长率	47.8%	23.1%	24.5%	26.6%	29.3%
管理费用	1,190.3	1,267.6	1,342.8	1,541.8	1,938.0	EBITDA增长率	21.9%	9.5%	69.8%	25.8%	28.9%
财务费用	11.8	-15.0	-27.0	-37.1	-48.4	EBIT增长率	26.1%	12.1%	100.1%	26.5%	29.5%
资产减值损失	29.3	29.1	-22.1	4.7	5.1	NOPLAT增长率	31.5%	14.3%	15.6%	26.3%	29.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	17.2%	25.5%	6.4%	20.1%	21.3%
投资和汇兑收益	51.5	120.4	10.0	40.0	40.0	净资产增长率	1.3%	13.7%	20.0%	21.2%	22.6%
营业利润	736.8	867.1	1,063.8	1,348.3	1,746.0	利润率					
加: 营业外净收支	9.3	1.6	8.7	9.0	9.0	毛利率	38.4%	32.6%	38.0%	35.8%	36.2%
利润总额	746.1	868.7	1,072.4	1,357.3	1,755.0	营业利润率	9.6%	9.5%	10.9%	10.9%	11.3%
减: 所得税	46.1	40.0	107.2	135.7	175.5	净利润率	6.1%	6.4%	7.4%	7.4%	7.6%
净利润	472.3	581.3	723.9	916.2	1,184.6	EBITDA/营业收入	7.5%	6.9%	10.9%	10.9%	11.2%
资产负债表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	6.0%	5.7%	10.6%	10.6%	10.9%
货币资金	1,731.7	1,633.7	2,315.9	2,967.4	3,810.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	22	21	21	16	13
应收帐款	1,648.0	1,781.6	1,933.4	2,433.0	3,058.4	流动营业资本周转天数	74	86	97	92	93
应收票据	228.6	181.9	196.0	246.7	310.1	流动资产周转天数	224	210	217	210	210
预付帐款	57.3	39.0	39.0	39.0	39.0	应收帐款周转天数	59	64	66	62	62
存货	1,363.0	1,542.5	1,549.1	2,018.7	2,522.6	存货周转天数	57	58	58	53	53
其他流动资产	111.6	310.4	310.4	310.4	310.4	总资产周转天数	285	265	270	250	242
可供出售金融资产	266.8	267.4	266.0	266.0	266.0	投资资本周转天数	123	126	135	121	117
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	32.5	130.8	30.0	30.0	30.0	ROE	18.7%	19.4%	18.9%	19.7%	20.8%
投资性房地产	8.2	19.7	19.0	19.0	19.0	ROA	10.9%	11.8%	12.5%	13.0%	13.8%
固定资产	484.5	564.8	555.9	566.0	579.7	ROIC	29.5%	28.7%	26.5%	31.4%	33.8%
在建工程	34.0	2.4	8.2	17.5	20.2	费用率					
无形资产	116.9	107.5	109.6	111.7	113.6	销售费用率	16.4%	13.4%	13.4%	12.3%	12.3%
其他非流动资产	337.9	396.1	354.4	354.4	354.4	管理费用率	15.4%	13.9%	13.7%	12.5%	12.5%
资产总额	6,439.9	6,999.1	7,707.0	9,399.8	11,454.2	财务费用率	0.2%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
短期债务	19.6	41.2	43.6	41.6	39.0	三费/营业收入	32.0%	27.1%	26.8%	24.5%	24.5%
应付帐款	1,045.1	1,175.1	1,181.9	1,540.2	1,924.6	偿债能力					
应付票据	816.9	838.0	832.3	1,084.6	1,355.4	资产负债率	41.8%	39.1%	33.6%	34.0%	33.6%
其他流动负债	661.3	555.9	483.3	483.3	483.3	负债权益比	71.8%	64.1%	50.6%	51.6%	50.7%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.94	2.05	2.49	2.54	2.64
其他非流动负债	38.1	63.6	38.8	38.8	38.8	速动比率	1.42	1.46	1.87	1.89	1.97
负债总额	2,690.5	2,734.8	2,590.0	3,198.7	3,851.2	利息保障倍数	39.12	-34.54	-38.33	-35.34	-35.08
少数股东权益	548.2	586.2	827.4	1,132.8	1,527.7	分红指标					
股本	583.3	583.3	583.3	583.3	583.3	DPS(元)	0.09	0.15	0.19	0.24	0.30
留存收益	2,617.6	3,092.4	3,706.2	4,485.0	5,491.9	分红比率	11.4%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%
股东权益	3,749.4	4,264.3	5,117.0	6,201.1	7,602.9	股息收益率	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%	0.9%
现金流量表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	700.0	828.7	723.9	916.2	1,184.6	EPS(元)	0.81	1.00	1.24	1.57	2.03
加: 折旧和摊销	124.1	124.7	35.9	38.6	41.7	BVPS(元)	5.49	6.31	7.35	8.69	10.42
资产减值准备	27.9	29.1	-22.1	4.7	5.1	PE(X)	44.1	35.9	28.8	22.8	17.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.5	5.7	4.9	4.1	3.4
财务费用	14.6	2.3	-27.0	-37.1	-48.4	P/FCF	352.4	-122.8	46.7	135.1	97.4
投资收益	-51.5	-120.4	-10.0	-40.0	-40.0	P/S	2.7	2.3	2.1	1.7	1.3
少数股东损益	227.7	247.4	241.3	305.4	394.9	EV/EBITDA	21.2	15.7	19.0	15.1	11.7
营运资金的变动	-548.9	-482.6	-204.0	-414.0	-542.6	CAGR(%)	20.4%	24.0%	23.1%	21.5%	14.1%
经营活动产生现金流量	277.3	594.3	737.9	773.8	995.4	PEG	2.2	1.5	1.2	1.1	1.2
投资活动产生现金流量	-95.5	-478.3	77.2	-20.0	-20.0	ROIC/WACC	2.5	2.4	2.2	2.6	2.8
融资活动产生现金流量	-492.6	-137.1	-131.5	-102.3	-131.9	REP	1.8	1.2	2.4	1.7	1.3

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。